

Center for Economic Institutions
Working Paper Series

CEI Working Paper Series, No. 2003-10

***Declining Firms' Dependence upon Bank
Borrowings and Corporate Performance***

Sui Qing-yuan



Institute of Economic Research
Hitotsubashi University
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN
Tel: +81-42-580-8405
Fax: +81-42-580-8333
e-mail: cei-info@ier.hit-u.ac.jp

銀行離れと企業のパフォーマンス

1. はじめに

1997年10月に経営破綻に陥ったヤオハンの会長、和田一夫氏が、その後のインタビューの中で、「銀行団から、過剰投資は慎むようにという意見もあったはず」という質問に対して次のように答えた：「ただ、目の前に転換社債で得た多額の資金があったため、忠告に耳を貸さなかった。銀行融資だけだったら、内外で大きな投資をしなかっただろう」（『日本経済新聞』、1997年10月14日朝刊）。

1980年代は、企業の直面する資金調達環境が不連続に変化していた時期である。その環境変化が顕著に現れたのは社債発行に関する規制緩和である。1980年代後半の急激な資産価格上昇や金融政策の緩和の影響もあって、この時期の資本市場はしばしば「異常な取引の膨張」¹と表現される。この時期において、銀行借入を引き下げると同時に積極的に資本市場にアクセスを行う企業が、とくに製造業大企業を中心に広く観察された²。

それでは、このような規制緩和過渡期における企業の積極的な資本市場アクセス行為をどのように評価すべきであろうか。ヤオハンの経験はどれほど一般性をもつものであろうか。また、それに関する解釈は従来の日本型金融に関する認識とどのように整合的に考えればよいであろうか。本論文では、企業が資金調達先を銀行から、資本市場にシフトすることを銀行離れと呼び、それが企業のパフォーマンスにどのように影響を及ぼしたかを検証し、上記の諸問題の解答に試みる。

資金調達方法が中立であるというMM定理の世界を認めれば、銀行離れが企業のパフォーマンスと何ら関係しないはずである。また、市場に何らかの不完全性を想定したら、企業にとって各資金調達方法の間に必ずしも完全代替的でなくなり、調達方法によって、資金コストが異なることがありうる。しかし、この場合でも、もし企業経営者とその他のステークホルダーとの間のエージェンシー問題を無視することができれば、銀行離れと企業パフォーマンスはやはり無関係になる。なぜなら、企業価値の最大化を目指す経営者であれば、資金調達先を考えると、常にもっともコストの安い資金調達方法を選択するはず

である。これは銀行離れを選択した企業にとっても、あるいはそうでない企業にとってもいえることである。

伝統的な日本型資金仲介システムでは、銀行部門の存在は支配的であった。資金量に関して銀行部門による資金供給が大きなウェートを占めてきただけでなく、経営者に対する規律付けを含む広い意味での情報生産まで銀行部門によって担われてきたといわれる。しかし、1980年代の資金調達環境が劇的に変化した。それまで厳しく制限されていた内外の資本市場へのアクセスが金融自由化の進展とともに緩和された。社債関連の資金調達に関する発行基準や財務条項制限の緩和ないし廃止によって多くの大企業にとってこれらの手段による資金調達が可能になった。また、貿易摩擦を解消するための内需拡大政策はもっぱら金融政策に頼られ、特に1980年代半ば頃には、「カネ余り」という言葉が流行するほど、金融政策が緩和された。さらに、土地価格や株式価格が急激に上昇し、担保を重視する資金供給体制の中で企業の資金調達能力が大きく上昇した。上述した銀行離れはこのような環境の下で発生したのである。

規制緩和やその他の金融環境の変化を考慮すれば、銀行離れは企業経営に次の二つの効果を及ぼすことが考えられる。一つは、規制緩和の直接的効果である。規制緩和が企業の資金調達コストを引き下げるので、そのメリットを享受できた企業にとっては、経営パフォーマンスが正の影響を受けるであろう。もう一つは、ガバナンス主体の変化を通じて企業に及ぼす効果である。その効果はどのようなものか、銀行と資本市場のいずれがガバナンス主体としてより有効かによって決定される。もし銀行から資本市場へのガバナンス主体の変化がエージェンシー問題の発生可能性を高める方向に作用したならば、銀行離れはその後の経営パフォーマンスに負の影響を与えるであろう。逆にもし成熟した企業にとってそれまでの銀行依存がガバナンスの必要性からではなく、単に規制によって実現されたものであるなら、銀行離れはその後の経営パフォーマンスに正の影響を及ぼすことになる。

本論文の実証部分において、上場企業の個標データから、バブル期に社債関連の資金調達を選択した企業に限定して、銀行離れの程度とその後の経営パフォーマンスとの相関を検証する。従来の研究と比べて、我々の研究は、借入のうち、国内民間銀行からの借入金とそれ以外の借入を区別したこと、資金調達

先の変化は資本市場アクセスの程度だけでなく民間銀行との取引の変化を同時に配慮したことなどの点で異なる特徴をもっている。検証結果では、社債発行による企業パフォーマンスへの影響は必ずしもはっきりしない。トービン q をパフォーマンスの代理指標と見る場合、社債発行とその後のパフォーマンスに影響せず、銀行離れ変数がマイナスの影響を及ぼすことになる。営業利益率や売上増加率などの会計指標をパフォーマンスの代理指標と見る場合、社債発行がはっきりせず、一貫してマイナスの影響をするのは銀行離れ変数である。この結果を別の表現をすれば、平均的なケースとして、バブル期に資金調達先を積極的に資本市場にシフトしたかどうかではなくて、同時に銀行との取引を低めたかどうかは、その後の経営に重要な意味をもつことになる。

この結果は、近年における銀行機能への評価に反するよう見える。しかし、この結果は必ずしも不自然なものではない。銀行は資金取引をめぐる非対称情報の諸問題に効率的に対処する手段をもつとしても、銀行部門に頼らなくてもやっていける状況においては、銀行の機能が発揮されないことが十分考えられる。そういう意味で、われわれの結果は、日本型金融仲介の有効性とその限界を再考する際に重要な判断材料になる。

論文以下の構成は次のようになっている。第 2 節においては、銀行離れに関する理論的問題を整理し、いくつかの関連研究を検討する。第 3 節では、1980 年代における企業の資金調達環境の変化を概観し、集計値で資金循環の特徴とその背景を明白にする。第 4 節では、本研究の検証方法とその結果を紹介する。そして最後の節では、本研究の含意を議論した上、いくつかの未解決問題を検討する。

2. 銀行離れに関する理論的問題と関連研究

この節において、企業の銀行離れに関する理論的諸問題を整理し、関連する研究に検討を加える。なお、ここで関連する諸研究を包括的にサーベイすることが目的ではないので、必要な言及は最小限にとどめておきたい。

企業は積極的に銀行依存状態から離れていき、同時に資本市場アクセスにシフトしていくことを理論的にどのように評価すればよいか。この問題を裏返せ

ば、銀行の存在意義をどこに求めればよいかと同じ内容になる．とくに **Leland and Pyle(1977)**や **Diamond(1984)**以降の銀行理論は、銀行の存在意義が最終的資金需要者である企業に対して広い意味での情報生産（モニタリング）を効率的に行うことができることにあると見ている．それらの分析は、情報の非対称性や契約の不完備性により、資金調達者に対して何らかの専門業者によるガバナンス・メカニズムがなければ、逆選抜、モラルハザードなどの問題を防ぐことができないことを前提にしている．ここでの「専門業者によるガバナンス」は単に経営者が会社の利益を犠牲にしても自分の利益を優先するような行動を防止することだけではなく、優良投資案件の開拓、生産者へのアドバイス、経営不振時の支援などを含めて広くとらえるべきである．

銀行の存在意義に関する分析は、資金調達企業の外部選択可能性が制限された状況を前提にするものが多い．もちろん、金融理論では、銀行によるガバナンスがつねに効率的であるとは見ていない．**Diamond(1991)**や **Rajan(1992)**などの分析では、銀行をガバナンス主体とした場合、資本市場と比べて、資金提供者によるモニタリング・インセンティブを強く持ち、企業再建時に必要なさまざまな交渉のコストも低い．その代わりに、銀行が企業に対して交渉力を持つことによって企業経営に非効率的な影響を与える可能性が高い．しかし、この方面の研究のほとんどが情報生産に関する資本市場の積極的な役割を無視している．

例外として情報生産に関する資本市場の積極的な役割を強調したのは、**Allen and Gale(1999)**である．彼らの分析では、銀行が資本市場と比べて、必ずしもあらゆる種類の情報問題を解決するのに有効であるとは限らない．個人投資家に真の情報が与えられれば、意志決定について簡単に合意が得られる場合がある．例えば、すでに確立された生産過程から離脱しているかどうか、経営者が私的利益を追求しているかどうかなどについては、十分な情報が与えられれば、投資家が同じ判断をするであろう．このような場合、情報生産に関する問題はいかに無駄な情報複製を回避しながら、**free-rider** を防止することである．しかし、そうでない状況もありうる．かりに情報がすべての個人投資家に行き渡ったとしても、意志決定について投資家間の合意が得られにくい、あるいはその合意は簡単に収束しない場合も考えられる．例えば、これまでにない新製品

が開発され、市場でどのように評価されるか、新製品の生産あるいは開発に資金を投入したら、企業成長にどの程度貢献できるか、という問題を判断する場合、個人投資家に客観的な情報を与えても、それぞれの判断が簡単に収束しない可能性が高い。このような場合、情報問題を専門的情報機関に委託しても、効率的に問題が解決される余地が小さい。企業の資金調達はいずれも資本市場によって行われたほうが効率高い。Allen and Gale の結論にしたがえば、銀行主体のガバナンスと資本市場をベースにしたガバナンスのいずれが有効かは企業の生産技術やプロジェクトの性質によって決定される。

しかし、上記の分析はいずれも銀行離れによって企業のパフォーマンスがどのように変化するべきかについて答えていない。企業にとって銀行によるガバナンスの必要性が低下すれば、企業が自ら資金調達先を銀行借入から資本市場へとシフトしていくであろう。逆に銀行離れを選択していない企業でも、その行動がベストなガバナンスを選択した結果である限り、パフォーマンスがそれによって負の影響を受けると考える必要はない。したがって銀行離れしたかどうか自体は、その後の経営パフォーマンスに何らシスマティックな影響を及ぼさないであろう。

次節で詳細に見ることになるが、1980年代まで、企業の銀行依存は人為的な規制の下で成り立っていたと思われる。潜在的に資本市場からの資金調達は企業に有利であるにもかかわらず、人為的な規制によって資本市場アクセスできない状態から、規制緩和によってそれができる状態になった場合、銀行離れをした企業は経営パフォーマンスを改善することが容易に想像できよう。もし銀行離れは単純に規制緩和のメリットの享受を反映するものであれば、銀行離れが企業パフォーマンスを改善するはずである。

しかし、銀行離れが企業の経営パフォーマンスに影響する可能性はこれだけではない。企業経営者はつねに効率的なガバナンス主体を選ぶとは限らないからことである。Mayer(1988)は、産業に対して長期的資金提供システムとしては、相対的に資金調達の自由度が高いイギリスと比べてむしろ銀行中心の日本型金融システムのほうが有効であると主張した。イギリスにおける低水準の実物投資は、相対的に規制が少なく、証券中心のイギリス型資金仲介システムと無縁でないと主張した。コーポレート・ガバナンスに関する議論では、経営

者に対して有効な監視メカニズムがなければ、経営者は企業の他のステークホルダー利益を犠牲にして自分の効用を高める誘因を常にもっていると見ている³。経営者と他のステークホルダーとの間の利益対立が無視できない場合、経営者が常に企業価値を最大にするように資金調達方法を選択するとは限らない。この文脈で考えると、銀行離れによる企業パフォーマンスへの影響は、資金調達手段に内包する規律付けメカニズムの有効性に依存する。もし銀行から資本市場へのガバナンス主体の変化がエージェンシー問題の発生可能性を高める方向に左右したならば、銀行離れはその後の経営パフォーマンスに負の影響を与えるであろう。逆にもしそれまでの銀行依存がガバナンスの必要性からではなく、単に規制によって実現されたものであれば、銀行離れはその後の経営パフォーマンスに正の影響を及ぼすことになる。

これまでの研究の中で 1980 年代の企業資金調達の変化が広く注目されたが、資金調達先が変化する要因を探るものが多い。しかし、それに関する統一した結論が依然として少ない。例えば、Hoshi et al.(1993)は、1980 年代後半から 1990 年代初期にかけて銀行借入／負債比率の変化がどのような要因によって影響されるかを検証した。それによると負債比率が高い場合など企業が借入比率を高める傾向が検証された一方、トービン q は系列グループやオーナー・マネージャー変数との交差項が有意でありながら、トービン q 自体が借入比率に有意な影響を及ぼさない。それに対して、Anderson and Makhija(1999)は、ほぼ同じ時期の日本企業の資金調達行動を検証した。彼らの結果では、企業の潜在的成長性の代理変数であるトービンの q が社債比率に負の影響を及ぼしたことが報告された。Anderson and Makhija は、それを日本において銀行によるホールドアップ問題はそれほど深刻ではないと解釈した。しかし、メインバンク関係について逆に Hoshi et al.と違って有意な結果が得られなかった。また、福田他(1999)は企業の長期借入の重要性に注目し、1970 年代に長期借入金に大きく依存していた企業ほど 1980 年代後半以降の社債比率が高かったことを検証した。

資金調達の変化と企業の経営パフォーマンスとの相関を検証したのは、Horiuchi(1996)である。それによると、企業の経常利益率は今期を含む過去 5 期の転換社債とすべて負の相関をもっていた。このことは、規制緩和に伴い、

積極的に転換社債を発行した企業経営者が効率的に企業を経営するよりも、私的利益を追求した可能性が高いと主張された。

先行研究と比べて本研究の特徴は、借入を民間銀行による部分とそうでない部分を区別したこと、資金調達先の変化は単に資本市場からの資金調達規模だけでなく同時に民間銀行借入の増減の程度を配慮したことである。高度成長期におけるガバナンスの主な担い手がメインバンクをはじめとする銀行部門だという立場に立てば、民間銀行からの借入と政府部門や取引関連企業からの借り入れとの区別は重要となる。また、同じ資本市場アクセスの増大でも、積極的に従来の取引銀行との関係を弱めていく企業とそうでない企業のガバナンス構造の変化が違っているであろう。実証方法と結果を紹介する前に、次に 1980 年代後半の社債発行に関する環境変化を先に点検しよう。

3. バブル期の企業資金調達と金融環境変化

戦後から 1980 年まで、日本の金融市場は、資金調達手段としてほとんど機能していなかったといつてよい。株式、社債などのメニューこそ、他の先進諸国と同じようにそろっていたが、企業の資金調達手段としては、一部の例外⁴を除き、まったく利用されていない。一般法人企業による無担保社債の発行は、終戦 34 年後の 1979 年になってはじめて発行されたのである。

その原因は、ほとんど規制によるものである。少なくとも 1970 年代の後半まで一般法人企業による起債は、起債基準や財務条項規制などによって制限された。しかし、そのような人為的制限は、1980 年代に入ってから、劇的に変わった。公社債引受協会（1996,pp.18-19.）によると、1984 年から 1990 年の間に、普通社債の発行基準について 5 回も緩和された。

表 1 社債発行自由化のプロセス

1973 年	初の無担保転換社債発行
1981 年 12 月	国内初の新株引受権付社債発行
1983 年 1 月	転換社債の適債基準緩和（1 回目）

1984 年 4 月	普通社債の適債基準緩和（1 回目） 転換社債の適債基準緩和（2 回目）
1985 年 7 月	転換社債の適債基準緩和（3 回目）
1985 年 10 月	普通社債の適債基準緩和（2 回目）
1987 年 2 月	普通社債の適債基準緩和（3 回目） 転換社債の適債基準緩和（4 回目）
1988 年 11 月	普通社債の適債基準緩和（4 回目） 転換社債の適債基準緩和（5 回目）
1989 年 1 月	企業の外債の適債基準緩和
1990 年 11 月	普通社債の適債基準緩和（5 回目） 転換社債の適債基準緩和（6 回目）
1993 年 4 月	普通社債の適債基準緩和（6 回目）
1996 年 1 月	適債基準および財務制限条項の設定義務づけ撤廃

資料の出所：公社債引受協会(1996)。

規制緩和は単に発行条件の緩和だけでなく、社債による資金調達への銀行部門の関与そのものを弱めた。例えば、1982－1986 年度において新規発行普通社債の国内民間銀行の保有シェアの平均値は 22.2%であるのに対して、1987－1991 年度における同シェアの平均値はわずか 4.9%に低下した。

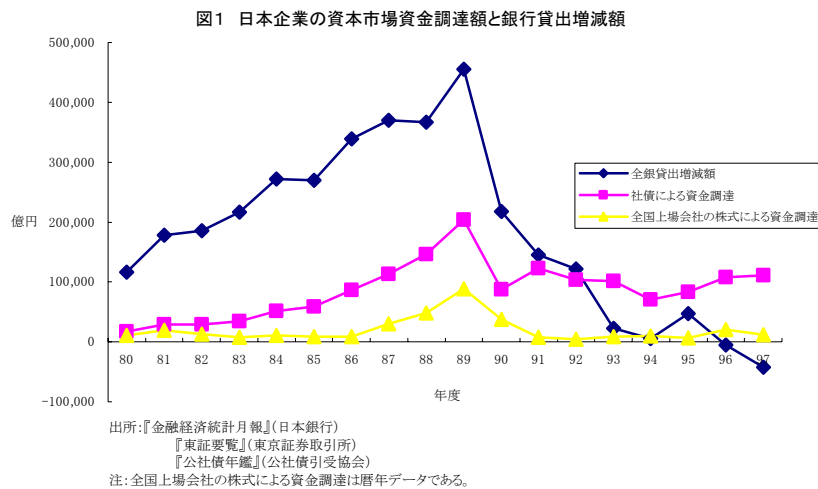


図1は1980－1997年度における全国銀行貸出残高の増減額、普通社債・転換社債・新株引受権付債券による調達額、上場企業の株式による資金調達額の推移を示した。銀行貸出の増加額はバブル期のオーバープレゼンスを反映して1990年代以降急速に縮小し、1990年代後半以降マイナスの増加を続けていた。また、株式による資金調達額もほとんど株価の水準と並行的な変動を示した⁵。それに対して社債関連の資金調達額は銀行貸出や株式による資金調達と対照的に、発行条件の緩和とともに上昇し、それ以降もバブル期とほぼ同じ水準で推移している。興味深いのは、1980年代後半のバブル期において社債や株式による資金調達が急速に上昇したにもかかわらず銀行部門の貸出もほぼ同じ増加率で上昇した。

4. 銀行離れと企業のパフォーマンス

この節では、企業の銀行離れと経営パフォーマンスについて検証する。主要結果に関する実証戦略は次の通りである。1986－1989年度の資金調達や銀行離れを数量化してそれを説明変数とし、他の説明変数を配慮した上、1990－1993年度の企業パフォーマンス変数にどのように影響したかを推計する。企業の資金調達に関する意思決定とパフォーマンスとの関連を議論する際、双方向

の因果関係に対して常に注意を払う必要がある。このアプローチによってパフォーマンスから資金調達行動への逆の因果関係を排除することができる。また、企業破綻の例をみると、ガバナンス主体の変更や間違った投資から、損失が表面上に出るまで何年か経過するのは一般的である。以上の理由から、説明変数と被説明変数に関する期間区分は妥当であろう。

また、本論文では、企業の資本市場アクセスを社債関係のものに限定する。もちろん株式による資金調達も資本市場アクセスの重要な内容の一部である。しかし、Hoshi and Kashyap(2001)に指摘されたように、1980年代後半における資本市場に関する規制緩和はもっぱら社債発行関連のものに限定して行われた。株式の新規発行による資金調達に対する規制はむしろ1980年代に強化されていた。1990年代以降の株式による資金調達の低迷から、それまでの急増が純粹に株価の急上昇を背景にして行われており、社債関連の資金調達の増加と別の理由によるものであるといえよう。また、転換社債とワラントによる資金調達は株式による資金調達に性格が近いとみることできるが、本研究では、転換社債とワラントを社債関連と定義したのは、これらの債券の発行制約の緩和は普通社債とほぼ同じ時期に行われたからである。

4. 1 データソース

企業の借入データは、財務諸表の「貸借対照表」や「資金収支状況」に掲載されているが、我々の関心が民間銀行からの借入にあるので、これらのデータは民間銀行からの借入金として正確ではない⁶。ここで銀行借入は『金融機関別借入金ファイル』（日本経済新聞社電子メディア局）の都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、第二地方銀行からの長期短期借入の合計値として定義される。したがって我々が定義した借入は国内民間銀行以外からの借入はまったく含まれていない。借入金以外の財務データは『企業財務データバンク』（日本経済研究所（財））によるもので、株価データは『株価 CD-ROM 2001』（東洋経済新報社）による。

4. 2 サンプル企業の選定とデータ加工

『企業財務データバンク』2001 年度版には、2598 社の企業財務情報が掲載されている。本研究では、これらの企業のうち、以下のルールに基づき、分析サンプルから削除した。

- 計測期間中の一部の期間についてデータが欠落している企業。
- 証券コードが定義されていない企業。企業財務データには証券コードが定義されていない企業が含まれる。これらの企業は銀行借入データファイルで確認できない。
- 『企業財務データバンク』と『金融機関別借入金ファイル』のいずれかのデータが欠如している企業。
- 統合合併に関与した企業。統合合併関連企業のパフォーマンスには通常の企業と異なる力が左右されることが考えられるからである。
- 電力・ガス企業。これらの企業は他の企業より公的規制を強く受けており、バブル期だけでなく、高度成長期から他の企業と比べて社債発行については別扱いされてきた。

その結果、1330 社がサンプルとして選ばれた。関連する諸変数は以下のよう
に定義される。

社債発行

$BOND = 100 * (\text{普通社債} + \text{転換社債} + \text{ワラント債}) / \text{当期発行額} / \text{資産総額}$

$BOND_{8689} = 1986 - 1989 \text{ 年度 } BOND \text{ の平均値}$

銀行借入

$LOAN = 100 * (\text{国内民間銀行からの長, 短期借入金残高対前期増減額}) / \text{資産総額}$

$LOAN_{8689} = 1986 - 1989 \text{ 年度 } LOAN \text{ の平均値}$

この方面の多くの研究と違って本論文では借入金を国内民間銀行からの借入に限定した。また、本研究では、社債発行と銀行借り入れはいずれもフローの指標を適用した。時価評価による誤差最小限に限定できること、過去の行動の部分を排除することなどの点から、われわれは、それぞれの時期における企業の資金調達行動の変化について、フローの指標がストックの指標より優れていると判断している。

銀行離れ

$BOND8689 > 0, LOAN8689 < 0$ の場合,

$BANARE8689 = (BOND8689 * LOAN8689)$ の絶対値

その他の場合,

$BANARE8689 = 0$

われわれの定義では、銀行離れの程度は、社債発行の増加と銀行借入の減少を同時に配慮している。銀行借入に変動がなければ、いくら社債発行を増やしても、銀行離れ指標はゼロとなる。

企業パフォーマンス指標

$TBQ = (\text{株価総額 (時価)} + \text{負債総額 (簿価)}) / \text{資産総額 (簿価)}$

$TBQ9093 = 1990 - 1993$ 年度 TBQ の平均値

$EIG = 100 * \text{営業利益} / \text{資産総額}$

$EIG9093 = 1990 - 1993$ 年度 EIG の平均値

$GSA = 100 * \text{売り上げ増加率}$

$GSA9093 = 1990 - 1993$ 年度 GSA の平均値

ここで定義したトービン $q(TBQ)$ は通常 simple q や market/book value ratio と呼ばれ、企業金融に関する実証研究では企業の成長性ないし経営効率性の代理指標として、広く使われている (Anderson and Makhija(1999), Kaplan and Zingales(1997)). 負債や資産の評価必ずしも適正に評価されているわけではないから、厳密に言えば、この指標はトービン q として正確さは欠ける。この欠点を補うために、我々は、利益率や売り上げ増加率などの会計指標をも併用してパフォーマンスをみる。

4. 3 記述統計分析

推計結果を示す前に、関連指標の記述的統計を検討しておこう。表 2 はサンプルの産業属性を示している。我々のサンプル企業の大部分は製造業企業である。それは、我々の推計結果は必ずしも経済全体の平均的状況でないことを意味する。製造業大企業を中心とした実証結果を一般に応用・解釈する際、注意を要するが、これを対象とした研究は決して無意味なことではないであろう。

表 2 サンプル企業の産業属性

産業名	企業数
製造業	928
農林水産業	5
鉱業	7
建設業	117
卸売業小売業	127
不動産業	17
運輸通信業	93
サービス業	36
合計	1330

表 3 は 1982－1985 年度, 1986－1989 年度, 1990－1993 年度と 1994－1997 年度という四つの時期にわけて, サンプル企業全体, 社債発行企業と社債非発行企業別にそれぞれ関連指標の平均値を比較したものである。注意を要するのは, ここでの社債発行企業や非発行企業はもっぱらそれぞれの期間に対応するものであり, 異なる期間については, 同じ社債発行企業グループでも, その対象は必ずしも同じものではないことである。主な特徴は下記の通りである。

表 3 関連指標の記述統計量, 社債発行企業と非発行企業

	1982-1985 平均		1986-1989 平均		1990-1993 平均		1994-1997 平均	
	Mean	Std	Mean	Std	Mean	Std	Mean	Std
全体								
トービン q	1.38	0.49	1.91	0.70	1.47	0.42	1.25	0.36
借入増減率(%)	0.48	2.63	0.09	2.72	0.71	2.47	0.23	2.52
営業利益率(%)	5.27	4.72	4.68	3.29	3.82	3.13	2.77	3.13
経常利益率(%)	4.36	5.33	4.67	3.58	3.37	3.57	2.54	3.31
売上増減率(%)	4.30	5.82	5.94	7.21	1.33	6.03	1.56	5.48

資産規模(百万円)	133,415	367,025	193,901	552,979	215,233	535,281	219,880	536,766
負債比率(%)	68.41	17.97	66.40	16.76	65.21	17.52	63.73	18.77
研究開発費比率(%)	0.63	1.37	0.74	1.50	0.79	1.57	0.78	1.56
企業数		1330		1330		1330		1330
社債発行企業								
トービン q	1.42	0.48	1.85	0.56	1.40	0.29	1.23	0.22
借入増減率(%)	0.21	2.04	-0.23	2.39	0.74	2.16	0.02	1.88
営業利益率(%)	6.06	3.01	5.07	2.85	3.84	2.84	3.05	2.28
経常利益率(%)	5.39	3.67	5.20	3.09	3.41	3.08	2.72	2.41
売上増減率(%)	5.66	5.11	6.65	6.18	1.90	5.82	2.20	5.01
資産規模(百万円)	261,815	531,764	286,997	691,857	306,621	639,017	401,996	798,615
負債比率(%)	64.39	16.17	64.53	15.35	66.69	15.50	66.16	16.16
研究開発費比率(%)	0.93	1.65	0.89	1.59	0.84	1.58	0.97	1.79
企業数		519		805		737		508
社債非発行企業								
トービン q	1.35	0.49	2.02	0.80	1.53	0.53	1.26	0.42
借入増減率(%)	0.65	2.93	0.59	3.10	0.67	2.81	0.37	2.84
営業利益率(%)	4.77	5.49	4.08	3.79	3.78	3.46	2.60	3.54
売上増減率(%)	3.43	6.08	4.85	8.44	0.62	6.21	1.15	5.72
資産規模(百万円)	51,246	151,197	51,155	85,909	101,652	335,027	107,332	198,318
負債比率(%)	70.98	18.60	69.27	18.36	63.37	19.61	62.24	20.08
研究開発費比率(%)	0.43	1.12	0.51	1.32	0.73	1.57	0.65	1.39
企業数		811		525		593		822

パフォーマンス指標. まず、トービン q は、1982-1985 年度期から 1986-1989 年度期にかけて上昇し、それ以降一貫して低下している。これはサンプル全体、社債発行企業、非発行企業に共通する特徴である。バブルを反映した動きと思われる。社債発行企業と非発行企業については、1982-1985 年度期を除き非発行企業のほうが高い。財務パフォーマンス指標を見ると、営業利益率、

売り上げ増加率などについては、いずれも発行企業のほうが高いパフォーマンスを示している。もちろんそれぞれの時期における発行企業あるいは非発行企業が必ずしも同じではないから、この現象自体から社債発行や銀行離れによるパフォーマンスへの影響と判断できない。

企業規模. 企業規模に関しては、一貫して社債発行企業が非発行企業を上回っている。発行基準においては、資産規模が重要な要素であり、発行条件に関しても、規模が大きいほど条件が緩いから、そのような差がむしろ当然であろう。

負債比率. 全体では、負債比率が一貫して低下しており、平均的には財務状況がより健全的な方向へ推移していた。しかし、社債発行企業の負債比率は1990年代以降むしろ増加している。また、社債発行企業と非発行企業の違いは興味深い。1982-1989年度期においては、社債発行企業グループは非発行グループより負債比率が低い。その差は4-6%程度であった。それに対して1990-1993と1994-1997年度期には、むしろ非発行グループ企業の方は負債比率が2-3%低い。トービンqに関する議論と同様、この現象自体から社債発行や銀行離れによるパフォーマンスへの影響と判断できない。

銀行借入. 銀行借入の増加は、一貫して非発行企業の方が高い。注目すべきなのは、唯一銀行借入を減らした期間と企業グループは、1986-1989年度の社債発行企業グループである。この時期の資金調達の変化の特異性を物語っているといつてよいであろう。

表3はサンプル全体あるいは社債発行の有無に関する比較であるのに対して、表4は、各時期の社債発行企業と非発行企業のうち、銀行借入を増やした企業と増やしていない企業の数を示している。注目すべき現象は、やはり1986-1989年度期である。この時期において社債発行企業数（1380社のうち805社）がもっとも多い。発行企業のうち、銀行借入を増やしていない企業の割合（60.62%）がもっとも高い。

表4 社債発行と銀行借入増減の企業数推移

	1982-1985	1986-1989	1990-1993	1994-1997

	企業数	%	企業数	%	企業数	%	企業数	%
社債発行企業数	519	39.02	805	60.53	736	55.34	507	38.12
うち、借入増	235	45.28	317	39.38	439	59.65	204	40.24
うち、借入非増	284	54.72	488	60.62	297	40.35	303	59.76
社債非発行企業数	811	60.98	525	37.99	594	44.66	823	61.88
うち、借入増	471	58.08	280	53.33	318	53.54	386	46.90
うち、借入非増	340	41.92	245	46.67	276	46.46	437	53.10
合計	1330	100.00	1330	100.00	1330	100.00	1330	100.00

表 5 は 1986-1989 年度期において社債を発行した企業に限定して、同時に銀行借入を増やした企業、銀行借入が変化していない企業および銀行借入を減らした企業を別に表 3 と同じ項目を比較したものである。この表における関連項目はすべて 1986-1989 年度期のものである。それによると、社債発行比率は借入を同時に増加させた企業の有意に借入が変化していない企業あるいは借入を減らした企業より低い。銀行借入と社債発行との間にある程度の代替関係が観察される。トービン q についてはそれぞれの企業グループ間に顕著な違いはみられない。営業利益率、経常利益率は借入が変化していない企業あるいは借入を減らした企業のほうが高いが、売上増加率は逆に借入を増加した企業のほうが高い。われわれの関心は資金調達ないしガバナンス主体の変化がその後の経営パフォーマンスにどのような変化をもたらしたかであるが、上記のパフォーマンスの差異は必ずしも資金調達の変更によってもたらされるものではない。その答えは後ろの推計結果で判断されたい。

ここで研究開発比率についても比較した理由は、Allen and Gale(1999)の議論を応用するためである。つまり、情報があっても投資家間に合意が得られにくい場合、銀行よりも資本市場のほうがガバナンスとして有効になる可能性が高い。最先端技術を採用した企業やフォロンティア的な生産活動を行う企業にその傾向が強いことが考えられる。もし研究開発費は外部監視者による情報解釈

難易度すなわち意見収束の代理指標であれば、研究開発費率の高い企業は資本市場をベースにしたガバナンスに頼るべきということになる。表 4 の結果では、借入が変化していない企業あるいは借入を減

らした企業の研究開発比率は有意に借入を増加した企業より高い。Allen and Gale の主張と整合的である。

表 5 関連指標の記述統計量, 銀行借入増の有無

	社債発行 企業, 全体		うち, 借 入増		うち, 借入 変動なし		うち, 借 入減	
	Mean	Std	Mean	Std	Mean	Std	Mean	Std
借入増減率(%)	-0.23	2.39	1.68	1.95	0.00	0.00	-1.76	1.77
社債発行率	5.21	3.24	4.36	2.88	5.42	2.59	5.83	3.46
トービン q	1.85	0.55	1.82	0.63	1.82	0.43	1.88	0.51
営業利益率(%)	5.07	2.85	4.41	2.43	5.74	3.02	5.46	3.02
売上増減率(%)	6.65	6.18	7.80	7.11	5.89	5.54	5.91	5.35
資産規模(百万円)	286,997	691,857	361,649	926,087	298,518	732,817	226,912	410,323
負債比率(%)	62.28	14.54	65.93	14.60	47.08	12.07	62.40	12.98
研究開発費比率(%)	0.89	1.59	0.76	1.47	0.92	1.57	0.98	1.68
企業数		805		317		79		409

4. 4 推計結果

基本推計式は下記の通りである。

$$Y_{9093} = a + bY_{8689} + bX_{8689} + cZ_{8689} + \varepsilon$$

ただし、Y はトービン q, 営業利益率, 売り上げ増加率などのパフォーマンス代理変数であり、X は社債発行, 銀行離れなどの資金調達の代理変数である。Z は研究開発費や産業ダミーなどのその他の変数を表す。添え字の 8689 と 9093 はそれぞれ 1986-1989 年度と 1990-1993 年度平均値を意味する。推計

対象企業は1986-1989年度において社債関連の資金調達为正である805社とする。その理由は以下の通りである。まず、対応する推計期間は依然として社債発行に関する規制が制約的になっていた。資金調達の变化によるパフォーマンスへの影響に関する研究は常にこのような外的な制約に注意する必要がある。社債発行企業に限定した場合、規制上の制約の差異が小さいと思われる。また、クロスセクションで見ると、サンプル選択のバイアスによる影響は小さい。

また、われわれはさらに社債発行率を銀行借入増加企業と借入率が変化していないあるいは減った企業について区別した。すなわち、

銀行借入が増加した場合、	BD_A8689=BOND8689
銀行借入が変化していないあるいは減った場合、	BD_A8689=0
銀行借入が増加した場合、	BD_B8689=0
銀行借入が変化していないあるいは減った場合、	BD_B8689=BOND8689

パフォーマンス代理変数をトービン q にした推計結果は表 6 に示されている。産業ダミーの効果は我々の関心ではないので掲載を省略した。いずれの推計結果においても前期のトービン q 指標の係数が 1 に近い。しかもその有意水準が極めて高い。そういう意味で企業のパフォーマンスにもっとも強く影響するのは企業本来の収益性である。資金調達変数をバブル期の社債発行のみにした推計 1、社債発行とともに銀行離れ変数を追加した推計 2 および銀行借入増加企業の社債発行と銀行借入減少企業の社債発行を区別した推計 3 は、いずれも資金調達変数が優位にその後パフォーマンスに有意な影響を及ぼさない。しかし、銀行借入増加企業の社債発行と銀行借入減少企業の社債発行を区別した上、銀行離れ変数を追加した推計 4 では、銀行離れ変数が 10% で有意にその後のパフォーマンスに影響する。つまり、バブル期の社債発行自体がパフォーマンス影響せず、重要なのは銀行離れしたかどうかである。なお、上記のすべての推計式について研究開発費比率にも配慮して推計したが、いずれも研究開発費比率自体は有意な効果が観察されず、他の変数には変化がなかった。

表 6 トービン q に関する推計結果

説明変数	推計1	推計2	推計3	推計4
------	-----	-----	-----	-----

TBQ8689	1.1879 12.02 ***	1.1941 12.07 ***	1.1833 11.95 ***	1.1880 12.02 ***
BOND8689	-0.1769 -1.09	-0.0064 -0.35	— — — —	— — — —
BD_A8689	— — — —	— — — —	-0.0306 -1.36	-0.0273 -1.206
BD_B8689	— — — —	— — — —	-0.0150 -0.907	0.0057 0.29
BANARE8689	— — — —	-0.0063 -1.33	— — — —	-0.0100 -1.88 *
adj R-sq	0.7742	0.7805	0.7830	0.7833
F-value	345.617	320.370	318.634	291.692

注:

被説明変数:TBQ9093=1990-1993 年度トービン q 平均値

説明変数: TBQ8689=1986-1989 年度トービン q 平均値

BOND8689=1986-1989 年度(社債発行/資産)平均値

LOAN8689=1986-1989 年度(銀行借入増加額/資産)平均値

BOND8689>0 かつ LOAN8689<0 の場合:

BANARE8689=BOND8689*LOAN8689 の絶対値

BOND8689=0 あるいは LOAN8689>0 の場合: BANARE8689=0

LOAN8689>0 の場合: BD_A8689=BOND8689

LOAN8689=0 の場合: BD_A8689=0

LOAN8689>0 の場合: BD_B8689=0

LOAN8689=0 の場合: BD_B8689=BOND8689

産業ダミーに関する結果は省略した。

下段の数値は t 値である。

***,**,*はそれぞれ 1%,5%,10%で有意を示す。

表 7 はトービン q の代わりに、営業利益率をパフォーマンスの代理指標にした場合の結果である。前期のパフォーマンスがもっとも強く今期のパフォーマンス

ンスに影響を及ぼすこと、資金調達変数を社債発行率(BOND8689)だけにした推計1では、社債発行が有意にその後の営業利益に負の影響を及ぼすことなどの点は、表6の結果と同じである。推計2では、銀行離れ変数が有意に負の影響を及ぼすが、表6の結果と違って社債発行変数は依然として有意で負の効果が観察される。しかし、その効果の大きさと有意水準はいずれも銀行離れ変数を配慮していない推計1より低い。類似した議論は推計3と推計4についても当てはまる。銀行離れ変数を追加した推計では、社債発行率の影響は依然として負で有意であるものの、その効果の大きさ及び有意水準が大きく減少した。

表7 営業利益に関する推計結果

説明変数	推計1	推計2	推計3	推計4
EIG8689	0.7183 29.07 ***	0.7195 29.14 ***	0.7188 28.94 ***	0.7181 28.95 ***
BOND8689	-0.0762 -3.55 ***	-0.0569 -2.35 **	— — — —	— — — —
BD_A8689	— — — —	— — — —	-0.0714 -2.39 ***	-0.0672 -2.24 **
BD_B8689	— — — —	— — — —	-0.0772 -3.52 ***	-0.0509 -1.93 *
BANARE8689	— — — —	-0.0108 -1.71 *	— — — —	-0.0125 -1.79 *
adj R-sq	0.5439	0.5450	0.5485	0.5446
F-value	120.851	108.008	107.301	97.160

注:被説明変数:EIG9093=1990-1993 年度営業利益率平均値

その他について表6の注を参照。

さらに被説明変数を売上増加率にした推計は表8である。表6と表7と大きく異なる点は、前期のパフォーマンスが今期のパフォーマンスにむしろ有意で負の影響を及ぼすことである。バブル期のオーバープレゼンスがその後の企業経営にマイナス

の影響を及ぼしたと指摘した研究はいくつかある⁷。しかし、われわれの推計では、なぜこのようなオーバープレゼンス効果がトービン q あるいは営業利益率ではなく売上増加率に限って現れるのかは謎である。本研究ではこの謎の解明を将来の課題にして資金調達関係変数の影響に注目したい。表 6 と表 7 との顕著な違いは、社債発行変数はいずれの推計モデルでも正で有意になっている。しかし、銀行離れ変数はいずれのケースにおいてもその効果が負であり、有意水準が極めて高い。

表 8 売上増加率に関する推計結果

説明変数	推計1	推計2	推計3	推計4
GSA8689	-0.0665 -2.19 **	-0.0786 -2.60 ***	-0.0663 -2.16 ***	-0.0730 -2.40 **
BOND8689	0.1486 2.61 ***	0.2641 4.11 ***	— — — —	— — — —
BD_A8689	— — — —	— — — —	0.1469 1.83 *	0.1766 2.21 **
BD_B8689	— — — —	— — — —	0.1490 2.57 ***	0.3110 4.51 ***
BANARE8689	— — — —	-0.0624 -3.78 ***	— — — —	-0.0770 -4.20 ***
adj R-sq	0.1786	0.1921	0.1776	0.1945
F-value	22.856	22.241	20.290	20.416

注：被説明変数：EIG9093=1990-1993 年度営業利益率平均値

その他について表 6 の注を参照。

表 6 から表 8 までの結果を総合すると、バブル期における資本市場アクセス自体はその後のパフォーマンスになんらシステマティックな影響を及ぼしておらず、重要なのは銀行関係を同時に強めたかどうかである。

4. 5 拡張

他の説明変数

われわれは、表 6－表 8 の推計について企業規模や負債比率などの他の変数が影響する可能性についても配慮して推計し直した。その結果、トービン q をパフォーマンスの代理変数とした推計では社債発行や銀行離れの優位性が低下した点を除けば、基本的に表 6－表 8 と同じ結果が得られた。

1990－1993 年度期と 1994－1997 年度期

表 6－表 8 とまったく同じ内容の推計を 1990－1993 年度期（説明変数）と 1994－1997 年度期（被説明変数）についても行った。紙幅の制約で結果報告を省略するが、社債発行変数自体が企業パフォーマンスにシスマティックな影響を及ぼさないこと、銀行離れ変数がすべての推計モデルにおいて負であること⁸などが表 6－表 8 とまったく同じである。また研究開発費の説明力が高くなったこと点もそれまでの期間と異なる。

4. 結びに変えて

バブル期において企業がどのぐらい社債発行したかではなく、同時に銀行離れしたかどうかはその後の経営に重要な影響を及ぼした。1980 年代後半以降についても、銀行離れを積極的に行った企業ほどその後のパフォーマンスが悪い。そういう意味で銀行のガバナンス機能が依然として有効であったといえよう。

我々の発見は突き詰めれば、結局日本型金融システムの有効性と深く関わる。Hoshi et al.(1991)や三輪・ラムザイヤー(2002)に代表されるように、日本における銀行の役割に関する評価は分かれている。素朴に考えれば、メインバンク制などが審査機能を有効に発揮したとすれば、1990 年代以降の銀行破綻や金融不安が生じないはずである。高度成長期を対象とした研究は、メインバンクや系列のガバナンスメカニズムとして有効性を主張する。バブル崩壊後の研究はむしろその非効率性を強調するものが多い⁹。

しかし、銀行の審査機能の有効性は、経済環境と切り離して考えるべきではない。投資需要が旺盛の成長途上段階であり、資本市場が閉ざされた環境の中において、メインバンクの有効性が十分成立しうる。1990 年代以降の銀行破綻

や金融不安は必ずしも銀行の審査機能を否定するための十分条件にならない。企業にとって資本市場の利用可能性が一定かどうかは、いわゆる日本型金融仲介システムやメインバンクの評価にとって重要なファクターである。冒頭に述べたヤオハンの例のように、企業が銀行に頼らなくても資金調達できる状況では、銀行が潜在的に審査機能をもっているにもかかわらず必ずしもよい審査結果が実現されるとは限らない。1990年代以降の銀行問題は、特に大企業の資金調達環境が劇的に変化したにもかかわらず、規模の拡大し、不動産などに傾斜した結果発生したものであり、この問題は審査機能の有無と別の論理で理解すべきであろう。それを追求するのは本研究の残された問題の一つである。

参考文献

- 小川一夫・北坂真一(1998)『資産市場と景気変動』日本経済新聞社。
- 貝塚啓明(1996)「国際金融センターとしての東京市場」植田和男・深尾光洋編『金融空洞かの経済分析』, 日本経済新聞社, 第6章。
- 福田慎一・計聡・中村彰宏(1999)「借入金の選択メカニズム, 日本における社債発行のケース」『経済学論集』(東京大学), 65-2。
- 三輪芳朗・ラムザイヤー(2001)『日本経済論の誤解』東洋経済新報社。
- 公社債引受協会(1996)『公社債市場の新展開』東洋経済新報社。
- Allen, F. and D. Gale(1999) "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.8, pp.68-89.
- Anderson, C. and A. Makhija(1999) "Deregulation, Disintermediation and Agency Costs of Debt: Evidence from Japan" *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp.309-339.
- Diamond, D.(1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring" *Review of Economic Studies*, vol.51, pp.393-414.
- Diamond, D.(1991) "Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed debt", *Journal of Political Economy*, 689-721, Vol.99, pp.689-721.
- Horiuchi, A.(1996) "An Evaluation of Japanese Financial Liberalization: A Case Study of Corporate Bond Markets", in Ito, T. and Krueger A. eds "Financial Deregulation and Integration in East Asia", The University of Chicago Press, pp.167-191.

- Hoshi,T. and A. Kashyap(2001) “Corporate Financing and Governance in Japan”, The MIT Press.
- Hoshi,T. and A. Kashyap and Scharfstein,D.(1993) “The Choice between Public and Private Debt: an Analysis of Post-deregulation Corporate Financing in Japan” *NBER Working Paper Series*, No. 4421.
- Kang,J-K. and R. Stultz(1997) “Is Bank-centered corporate Governance Worth It? A Cross-sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms During the Asset Price Deflation”, *NBER Working Paper Series*, No. 6238.
- Kaplan,Steven and Luigi Zingales(1997) “Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?” *Quarterly Journal of Economy*, pp.169-215.
- Leland, H. and D. Pyle(1977): “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *The Journal of Finance*, 32, pp.371 – 387.
- Mayer,Colin(1988) “New Issues in Corporate Finance” *European Economic Review*,32.
- Rajan,R.(1992) “Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm’s-length Debt” *Journal of Finance*, Vol.47, pp.1367-1400.
- Weinstein, D. E., and Y. Yafeh (1998) “On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan,” *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 635-672.

¹ 貝塚啓明 (1996, p.166).

² 小川一夫, 北坂真一 (1998), 第 6 章.

³ 例えば, Jensen(1986).

⁴ このような例外は, 電電債や金融債などをあげることができる.

⁵ 1996 年以降の反転は銀行部門に対する公的資金注入を反映したもので, 企業部門の株式による資金調達が増加したわけではない.

⁶ 『企業財務データバンク』(日本経済研究所(財))のデータには, 金融機関別の借入金明細書も掲載されている. データの性格としては, 『金融機関別借入金ファイル』(日本経済新聞社電子メディア局)と同じ情報が提供されていると理解されるが, 『企業財務データバンク』にある金融機関別の借入金データには, 長期借入金が不自然に少ないなど『金融機関別借入金ファイル』と比べて正確さが欠けていると思われる. 企業の銀行借入れの変動データは, 『金融機関別借入金ファイル』から採取する.

⁷ 例えば, Kang and Stultz(1997)の推計では, バブル期の株式収益率はその後の収益率に有意に負の影響を及ぼすことになっている.

⁸ ただし, 二つのケースについては有意水準が低い.

⁹ 例えば, Weinstein and Yafeh(1998).